

2015 年

重庆市万州三峡平湖有限公司公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100526】

评级对象: 2015年重庆市万州三峡平湖有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AAA	2018年6月27日
前次跟踪:	AA	稳定	AAA	2017年6月26日
首次评级:	AA	稳定	AAA	2015年6月23日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	18.17	16.65	16.33
刚性债务	62.81	64.22	88.93
所有者权益	51.12	64.74	72.50
经营性现金净流入量	4.22	-0.33	-8.30
发行人合并数据及指标:			
总资产	158.96	183.28	208.77
总负债	95.45	107.78	124.94
刚性债务	63.70	76.22	92.93
所有者权益	63.52	75.50	83.82
营业收入	10.11	12.31	13.48
净利润	3.36	3.72	3.89
经营性现金净流入量	6.09	-2.66	-17.85
EBITDA	5.35	5.39	5.25
资产负债率[%]	60.04	58.81	59.85
长短期债务比[%]	230.18	266.75	214.48
权益资本与刚性债务比率[%]	99.71	99.05	90.20
流动比率[%]	329.89	393.47	451.50
现金比率[%]	66.02	64.88	41.91
利息保障倍数[倍]	2.06	2.07	1.29
EBITDA/利息支出[倍]	2.07	2.07	1.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.08	0.06
担保方数据:			
总资产	77.06	121.05	121.04
所有者权益	57.98	82.69	86.33
担保余额	488.18	869.47	1088.79
担保放大倍数(倍)	8.42	10.52	12.61

注: 发行人数据根据平湖公司经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中合担保经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

周晓庆 zxq@shxsj.com
 郭羽佳 wyj@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对重庆市万州三峡平湖有限公司(简称平湖公司、发行人、该公司或公司)及其发行的 15 万州平湖债的跟踪评级反映了 2017 年平湖公司在区域环境、区域地位及本期债券外部担保等方面保持优势,同时也反映了公司在投融资需求、债务偿付及收入波动等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域环境较好。**跟踪期内,万州区经济实现持续增长;作为三峡库区城市,有持续的三峡后续工作任务以及城市建设需求。
- **区域地位重要。**跟踪期内,平湖公司仍是万州区重要的基建及土地整理业务主体,区域地位重要,可持续得到万州区政府在资产注入、业务开展等方面的支持。
- **本期债券由中合担保提供担保。**中合担保为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任担保持续有效。

主要风险:

- **投融资压力较大。**跟踪期内,平湖公司在建及拟建项目投资需求仍较大,投融资压力将进一步上升。
- **债务偿付压力加大。**跟踪期内,平湖公司基础设施建设项目及土地整理项目的投资力度仍较大,刚性债务规模持续扩大,债务偿付压力加大。
- **收入波动风险。**平湖公司账面土地资产规模仍较大,且土地整理业务系公司主要业务,未来万州区房地产市场和土地市场的波动将影响公司的收入规模和资产质量。

- **应收款项回收风险。**跟踪期内，平湖公司应收区财政局的土地开发整理款、项目回购款以及其他区属企事业单位的往来款规模已较大，后续回收情况将对公司经营财务状况产生影响。

➤ 未来展望

通过对平湖公司及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2015 年重庆市万州三峡平湖有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年重庆市万州三峡平湖有限公司公司债券（简称“15 万州平湖债”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据平湖公司提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对平湖公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2015 年 8 月 25 日发行了总额为 15 亿元、期限为 7 年、利率为 4.95% 的企业债。本期债券募集资金 15 亿元人民币，原计划其中 6 亿元用于“万州区高速公路天城连接路还房工程”，9 亿元用于“重庆市万州区商贸移民微型企业园区”项目。后由于债券资金到位时间与原募投项目进度要求不匹配，2015 年底公司对募集资金用途进行调整，变更后募集资金用途及使用情况如图表 1 所示，截至 2017 年末仍有 0.34 亿元的募集资金尚未使用。

本期债券设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年末起至第七年止，每年等额偿还债券本金金额的 20%，该公司将于 2018 年 8 月 25 日偿还到期的 3 亿元本金。

图表 1. 本期募集资金具体投向情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	拟使用 债券资金	2017 年末 已投资金额	2017 年末 已使用 债券资金
万州区高速公路天城连接路还房工程	10.01	7.00	8.42	7.00
万州区高速公路天城连接路项目还房工程（地块一）	3.80	1.70	2.77	1.70
万州区高速公路天城连接路项目还房工程（地块二）	3.00	1.40	2.47	1.40
万州区玉安还房工程	1.40	0.90	0.99	0.56
补充营运资金	-	4.00	-	4.00
合计	18.21	15.00	14.65	14.66

资料来源：平湖公司

截至 2018 年 3 月末，该公司已发行债券如下表所示，其中 16 三峡平湖 CP001 已于 2017 年 5 月到期还本付息，目前尚在存续期的债券余额为 20 亿元。

图表 2. 截至 2018 年 3 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
15 万州平湖债	15.00	7 年	4.95	2015 年 8 月	未到期，按时付息
16 三峡平湖 CP001	7.00	1 年	3.79	2016 年 5 月	已到期兑付
18 三峡平湖 CP001	5.00	1 年	5.53	2018 年 3 月	未到期，按时付息

资料来源：平湖公司

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

（2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严

重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看

则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

跟踪期内，万州区地区经济持续发展。作为三峡库区城市，万州区继续三峡后续工作，城市建设需求持续；在各地房产政策分化下，万州区受益于加快库存去化的政策，房地产市场有所好转，商品房销售量价齐升，但后续仍持续有波动压力。

跟踪期内，万州区经济增速呈下滑趋势，但仍处于较快水平。2017 年地方生产总值 965.81 亿元，增速较上年下滑 2.3 个百分点至 8.5%。其中，第一产业增加值 70.78 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 451.02 亿元，增长 9.6%；第三产业增加值 444.02 亿元，增长 8.3%。同年，三次产业结构由上年的 7.5:47.9:44.6 优化至 7.3:46.7:46.0，第三产业的占比持续提升。2017 年万州区全年全口径工业增加值 323.69 亿元，比上年增长 8.5%。同年，万州区规上工业产值增长 13.4%、主营业务收入增长 11.7%、利润总额增长 16.5%，战略性新兴产业产值增长 15%。其中，经开区规上工业产值增长 15%，金龙铜管集团公司总部迁至万州，并已建成投产第一条生产线。

图表 3. 2015-2017 年万州区主要经济指标及增速

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	828.22	11.1	897.39	10.8	965.81	8.5
第一产业增加值 (亿元)	59.62	5.2	67.02	5.1	70.78	4.5
第二产业增加值 (亿元)	409.59	13.1	429.76	12.8	451.02	9.6
第三产业增加值 (亿元)	359.01	10.1	400.61	9.9	444.02	8.3
全社会固定资产投资 (亿元)	725.09	18.5	815.15	12.4	635.05	8.0
社会消费品零售总额 (亿元)	287.98	14.5	327.45	13.7	-	9.6
进出口总额 (亿美元)	9.01	-15.4	5.62	-36.0	1.08	-80.8

资料来源：万州区国民经济和社会发展统计公报

受工业经济运行压力增大及工业投资力度下滑影响，2017 年万州区固定资产投资增速有所放缓，当年完成固定资产投资额 635.05 亿元，同比增长 8.0%，增速较上年下滑 4.4 个百分点。其中，第二产业投资 221.86 亿元，下降 4.1%，占固定资产投资的 34.9%；第三产业投资 383.08 亿元，增长 12.3%，占固定资产投资的 60.3%，系当年固定资产投资的主要投向。

2017 年以来，受重庆主城实施房产调控政策，购房需求溢出，叠加万州区继续执行房地产库存去化政策影响，万州区房产市场表现较上年有所好转，商品房销售量价齐升。2017 年万州区商品房市场销售面积、销售额、销售均价增速均由负转正，其中商品房销售面积为 185.59 万平方米，同比增长 8.7%；商品房销售额为 98.59 亿元，同比增长 11.5%；商品房销售均价 5312.25 元/平方米，同比增长 2.62%。同年，万州区商品房施工、竣工规模则有所缩减。

图表 4. 2015-2017 年万州区房地产市场情况

	2015 年		2016 年		2017 年	
	数额	增速 (%)	数额	增速 (%)	数额	增速 (%)
商品房施工面积 (万平方米)	723.1	14.8	755.8	4.5	702.04	-7.1
商品房竣工面积 (万平方米)	104.4	9.2	154.4	47.9	59.54	-61.4
商品房销售面积 (万平方米)	186.6	7.1	170.8	-8.5	185.59	8.7
商品房销售额 (亿元)	105.58	22.6	88.42	-16.2	98.59	11.5
商品房销售均价 (元/平方米)	5658.09	14.45	5176.81	-8.51	5312.25	2.62

资料来源：根据万州区国民经济和社会发展统计公报数据整理、计算

近年来，万州区土地市场行情显著波动，主要受当地房地产市场、工业发展近况以及政府土地供给调整等因素影响。2017 年，万州区商住用地土地出让规模在上年较高的基数下大幅回落，使得万州区土地出让总价同比大幅缩减 42.72%。同年，万州区工业用地虽然出让面积同比增加 118.90%，但受限于较低的出让单价，万州区工业用地出让总价仅小幅增加。

图表 5. 2015~2017 年万州区土地市场交易情况

	2015 年	2016 年	2017 年
万州区土地出让总面积 (亩)	4043.19	2768.00	2296.07
其中：工业用地出让面积 (亩)	2725.09	479.00	1048.51
商住用地出让面积 (亩)	1318.10	2289.00	1111.87
万州区土地出让总价 (万元)	240180	396056	226872
其中：工业用地出让总价 (万元)	51385	11569	17247
商住用地出让总价 (万元)	188795	384487	204269
万州区土地出让均价 (万元/亩)	59.40	143.08	98.81
其中：工业用地出让单价 (万元/亩)	18.86	24.15	16.45
商住用地出让单价 (万元/亩)	143.23	167.97	183.72

资料来源：平湖公司

万州区在三峡库区各区县中移民任务最重，目前正在推进三峡后续工作，2017 年加快三峡后续规划项目实施进度，截至年末上级累计批复全区 2011-2017 年度三峡后续项目 435 个，批复概算总投资 220.1 亿元，到位专项资金 78.5 亿元；已完工项目 245 个，在建项目 171 个，未开工项目 19 个，分别占项目总数的 56.3%、39.3%和 4.4%，累计拨付三峡后续专项资金 52.1 亿元，占已到位专项资金的 66.7%。2017 年新完工后续项目 58 个、新开工 94 个，新增拨付三峡后续补助资金 10.3 亿元。

2017 年，万州区政府继续加大基础设施建设投入，城市建设不断取得新进展，年末城市建成区面积 69.62 平方公里，较上年末增加 2.42 平方公里；城区常住人口 163.58 万人，城镇化率 65.45%，比上年提高 1.66 个百分点。2018 年，万州将实施 49 个重大基础设施项目、重大产业项目，其中：重大基础设施项目、重大产业项目估算总投资 1880 亿元，2018 年计划投资 241 亿元，包括郑万高铁(万州段)、万州新田港铁路集疏运中心专用线、万州外环新田至高峰连接线高速公路、万开周家坝-浦里快速通道隧道工程(万州段)、万州机场改扩建工程等。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是万州区核心平台，基建项目和土地整理业务平稳发展，随着基建项目逐步结算，收入实现增长。但未来项目计划投资较多，公司后续将面临较大的资金压力。

作为万州区核心平台，该公司仍主要从事万州区城市规划区内的土地整理、基础设施建设及资产运营等业务。跟踪期内，市政基础设施和土地整理收入仍是公司主要收入和利润来源，但两者分别受工程结算、政府回购进度和土地市场、政府土地出让计划等因素影响存在年度间变动。2017 年，公司实现营业收入 13.48 亿元，同比增长 9.57%。其中土地整理收入为 6.12 亿元，占比 45.39%；市政基础设施回购收入为 6.72 亿元，因当年结算项目较多，同比增长 33.33%，占比 49.87%；资产运营等其他业务收入合计 0.64 亿元，占比 4.74%。

2017 年，该公司综合毛利率水平继续下滑，较 2016 年下降 5.80 个百分点至 18.51%，主要受土地整理业务毛利率下降。公司土地整理业务毛利空间受相应地块的整理成本和出让价格不同而会有较大波动，2017 年出让土地的竞买价低，叠加整理难度较大、整理成本较高因素，当年土地整理业务毛利率降至 19.64%，较 2016 年下降 8.62 个百分点。基础设施建设业务方面，根据公司与区政府的回购协议，业务建设服务费（即主要利润来源）按项目建设成本的 15% 确认，受 2016 年“营改增”全面推行、回购收入需价税分离的影响，2016 年以来毛利率稳定降至 10.43%。

图表 6. 公司近年来营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
土地开发整理	5.84	57.74	40.75	6.68	54.27	28.26	6.12	45.39	19.64
市政基础设施回购	3.72	36.77	13.04	5.04	40.94	10.43	6.72	49.87	10.43
资产租赁	0.55	5.41	80.21	0.57	4.63	100.00	0.57	4.22	97.25
物业管理	0.01	0.09	82.79	0.01	0.10	13.10	0.05	0.37	59.17
其他	-	-	-	0.01	0.06	100.00	0.02	0.15	46.91
合计/综合	10.11	100.00	32.74	12.31	100.00	24.31	13.48	100.00	18.51

资料来源：平湖公司

（1）土地开发整理

该公司成立以来陆续进行塘坊、上坪、戴家岩、石峰片区等土地开发整理工作，土地整理业务运作模式未变，仍以整理土地完成出让后的出让金返还作为业务收入。2017 年，公司土地整理面积较上年明显增长，但受出让地价格下滑的影响，土地整理收入有所减少。2017 年，公司整理完毕并出让的土地面积为 744.73 亩，同比增加 21.49%；实现土地整理收入 6.12 亿元，较上年下降 8.38%；当年在整和整理完成土地项目共投入 17.57 亿元。截至 2017 年末，公司完成整理但尚未出让的土地面积共 1280.10 亩。

随着万州区高铁片区开发以及棚改建设的推进，该公司仍有较大规模的土地在整理项目。截至 2017 年末，公司主要在整理土地计划投资总额为 37.93 亿元，后续仍需较大规模的资金投入。未来，公司土地整理业务将继续在万州区政府的统筹规划、指导下开

展，整理土地的出让进度和土地出让金返还进度，将受万州区政府整体规划和地方财政统筹安排的影响。

图表 7. 公司 2017 年末主要在整理土地明细（单位：平方米、亿元）

项目名称	计划整理总面积	计划投资总额	截至 2017 年末已投资金额
天子湖社区 10 组	64223.00	0.50	0.28
茅谷 6-10 社及塘坊 6 社	327936.00	2.45	0.29
周家坝街道救兵城 9 组	63665.00	0.60	0.15
狮子村 6-14 组	375326.00	1.32	0.34
陈家 6 组，董家 8、9 组，傅沟 2 组	552883.00	4.14	0.25
小湾 1、2、3、4 组	183100.96	1.37	0.11
高铁站塘坊 3 组、茅谷 5 组、天子湖等	509964.00	3.50	0.14
高铁片区	3000000.00	19.5	3.29
狮子村 1-14 社	588204.00	4.40	0.55
小湾九组土地	23260.00	0.13	0.15
天生城土地	2000.00	0.02	0.02
合计	5690562.00	37.93	5.59

资料来源：平湖公司

（2）基础设施建设

该公司作为万州区基础设施项目的主要建设主体，顺应城区建设步伐的加快，承接了区内较多的基础设施项目，结算模式未有变动。截至 2017 年末，公司仍有滨水区改造项目、移民迁建工程、万州区高速公路天城连接路桥工程等诸多项目处于在建阶段，主要在建项目的计划总投资额为 114.74 亿元，年末已投资额为 66.08 亿元；拟建项目主要有双河口移民安置区海绵城市建设等，计划总投资 13.36 亿元。随着前期项目的陆续竣工验收，公司基建板块收入结算规模持续增长，2017 年印盒石大桥至长江大桥段道路工程、游泳馆、体育馆、三峡移民广场、廉租房建设项目等项目完成结算，确认收入 6.72 亿元，同比增长 49.85%。

受项目建设期较长以及持续承接新项目影响，该公司目前大多数项目仍未达到回购条件，并未完成决算，且基建项目的资金回笼时间受制于区财政安排，存在一定不确定性。目前公司在建项目后续仍需较大规模的资金投入，且公司还有较多储备项目，未来公司将持续面临较大规模的投资需求。

图表 8. 截至 2017 年末公司主要在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2016 年末已投资	截至 2017 年末已投资
在建项目：			
滨水区改造项目	48.70	12.86	13.13
移民迁建工程	12.00	13.51	13.52
万州区高速公路天城连接路桥工程 ¹	18.44	16.59	19.50
2010 年度公租房项目--桑树村	2.70	2.74	2.90
2011 年度公租房项目--万全小区	2.59	2.58	2.75
公安局应急中心项目	1.94	1.77	2.10

¹ 万州区高速公路天城连接路桥工程包括万州区高速公路天城连接路还房工程、万州区高速公路天城连接路项目还房工程（地块一）、万州区高速公路天城连接路项目还房工程（地块二）和万州区高速公路天城连接路桥。

塘坊新城区南广场	2.15	2.15	2.70
塘坊新城区跨线环道工程	3.86	0.75	1.19
塘坊新城区主干道	6.44	0.88	1.76
万开棉花地-浦里公路隧道连接道一期工程	8.66	0.56	3.15
小湾还房	3.38	0.47	1.16
玉安还房	1.40	0.67	1.00
牌楼长江大桥北岸综合交通体系	2.48	0.53	1.22
合计	114.74	56.06	66.08
拟建项目:		计划总投资	2018 年计划投资额
万州区塘坊新城区龙四路工程		2.07	1.50
万开棉花地-浦里公路隧道连接道二期工程		2.91	1.60
万州区双河口移民安置区海绵城市建设工程（一期）—三峡职业学院片区		1.30	0.70
万州区双河口移民安置区海绵城市建设工程（一期）—双河口移民安置区		1.00	0.80
万州区双河口移民安置区海绵城市建设工程（一期）—赛德学校片区		1.20	0.80
万州区双河口移民安置区海绵城市建设工程（二期）		2.00	1.50
万州区双河口片区基础设施及功能完善厦门大道至科龙路项目		0.30	0.30
万州区双河口片区基础设施及功能完善厦门大道至龙宝河项目		0.80	0.60
万州区双河口片区厦门大道西一段		0.78	0.38
万州区双河口片区厦门大道西二段		1.00	0.50
合计		13.36	8.68

资料来源：平湖公司

（3）资产经营及物业管理

该公司在对区内土地整治及项目建设过程中积累了一定规模的经营性物业，包括酒店、办公楼、商铺等，可产生一定资产租赁和物业管理收入。2017 年，公司资产租赁及物业管理等业务实现收入 0.64 亿元，在公司营业收入中比重较小。

管理

跟踪期内，该公司仍由重庆市万州区城乡建设委员会控股，股权结构及管理制度均未有变动。

跟踪期内，该公司在股权结构、法人治理结构、管理制度和机构设置等方面均无重大变化。

跟踪期内，该公司与其控股股东重庆市万州区城乡建设委员会存在因工程形成的应收账款，2017 年末金额为 158.28 万元。

根据该公司 2018 年 3 月 5 日的《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

根据国家企业信用信息公示系统，该公司于 2017 年 8 月 25 日受到重庆市万州区公安消防支队处罚，于 2015 年 7 月 6 日被列入经营异常名录信息，列入原因是未依照《企业信息公示暂行条例》第八条规定的期限公示年度报告，已补报未报年份的年度报告并公示，于 2015 年 7 月 30 日被移出经营异常名录信息。

财务

跟踪期内，随着承建的基础设施项目增加和土地整理业务的持续推进，该公司融资需求上升，负债规模扩大，财务杠杆有所上升；同时，资金大量沉淀于项目投入和关联占款，受项目进度、区财政计划及回款情况等影响，资产变现能力不强。公司主业收益依赖于持续财政补贴，使得盈利基本平稳。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所对该公司的 2017 年年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。公司因执行新会计准则导致会计政策变更，对公司产生影响的会计准则包括：《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》。

该公司与中国石油重庆销售公司组建合资公司重庆中油平湖能源发展有限公司，公司持股比例为 50%，由于公司对其具有经营权、高管任命权，将其纳入合并范围。截至 2017 年末，重庆中油平湖能源发展有限公司还在筹建中，尚未开展业务。当年末，该公司合并范围增加了一家，纳入公司合并范围的子公司合计为 9 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

得益于财政拨款注资以及持续经营积累，该公司自有资本实力进一步增强。2017 年末，公司所有者权益总额为 83.82 亿元，同比增长 11.03%，其中，公司资本公积 40.12 亿元，较上年末增加 4.43 亿元，增量部分主要系万州区财政局拨款作为资本性投入；未分配利润 20.22 亿元，同比增长 15.06%，主要系公司自身经营积累；实收资本和其他综合收益分别为 10.31 亿元和 10.94 亿元，未有变动。同年末，随着公司在建项目的推进及承接项目的增加，公司资金需求扩大，负债规模较上年末增长 15.92% 至 124.94 亿元；年末公司资产负债率为 59.85%，较 2016 年末上升 1.04 个百分点。

跟踪期内，该公司负债主要集中于非流动负债，与公司资金投入大、资金回收期长的经营特点相匹配，但受前期债务逐步到期影响，2017 年末公司长短期债务比较上年末下降 52.27 个百分点至 214.48%。从负债构成来看，公司负债主要由刚性债务、其他应付款、专项应付款和递延所得税负债构成，2017 年末占负债总额的比重分别为 74.37%、3.85%、13.35% 和 2.97%。其中，公司其他应付款 4.82 亿元，较上年末增加 8.12%，主要系公司与重庆市万渝物流有限责任公司²、重庆市万州区资产经营公司等当地区属企业的往来款；专项应付款 16.68 亿元，主要为政府拨入的各基础建设项目建设专项资金；递延所得税负债 3.72 亿元，系房产增值形成。此外，公司还有预收账款 2.20 亿元，主要

² 由位于万州区的重庆市渝东经济技术开发区管委会投资，注册资本 13950 万元。

系收到的安置房置换款、还房工程款和土地补偿款等；以应缴企业所得税为主的应交税费 3.08 亿元。

2017 年以来，该公司外部融资渠道不断拓展，加大了融资租赁、资管计划等融资规模，当年末刚性债务余额较上年末增长 21.92%至 92.93 亿元。其中，短期刚性债务余额 28.11 亿元，主要由银行借款 24.18 亿元、应付债券 3.00 亿元³和融资租赁 0.60 亿元构成；中长期刚性债务 64.82 亿元，占刚性债务总额的比重为 69.75%，较上年末增长 12.55%。

金融机构借款方面，2017 年末该公司金融机构借款总额为 71.69 亿元，主要为银行借款、融资租赁借款和资产管理公司借款。从银行借款方式看，期末公司保证借款 18.09 亿元（含信托借款 7.20 亿元），占比为 30.51%，保证人主要为重庆市万州建设开发有限公司和重庆万州经济技术开发区等区内其他平台；质押借款 16.10 亿元（含信托借款 6.60 亿元），占比为 27.16%，质押物包括定期存单、应收账款和项目收益等；抵押借款 16.17 亿元，占比为 27.27%，抵押物主要系公司土地和房产；信用借款 8.93 亿元，占比为 15.06%。银行借款成本方面，公司借款年利率不超过基准利率上浮 20%。此外，公司还有融资租赁借款 2.40 亿元，采用股权质押形式，年利率 4.75%，借款期为 2016 年 1 月至 2021 年 1 月；通过资产管理计划融资 10.00 亿元⁴，采用应收账款质押形式，年利率 5.39%，借款期限 2017 年 1 月至 2023 年 1 月。随着后续土地平整及基础建设的持续推进，预计公司未来融资将继续扩大，债务及刚性债务规模可能进一步上升。

图表 9. 2017 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

借款	信用借款	抵押借款	质押借款	保证借款	合计
短期借款	3.50	0.80	-	-	4.30
长期借款	3.20	12.36	8.20	11.35	35.11
一年内到期的长期借款	2.23	3.02	7.90	6.74	19.88
合计	8.93	16.17	16.10	18.09	59.29

资料来源：平湖公司

或有事项方面，该公司 2017 年末未有对外担保，或有风险较低。

（2）现金流分析

2017 年该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.83 亿元，同比下降 17.10%，主要受土地出让进度安排和区财政资金统筹规划影响。同期，在土地整理进度推进的情况下公司购买商品、接受劳务支付的现金 23.85 亿元，较上年增加 143.57%，主要系 2017 年将本部投建的代建项目转入存货列支，原代建项目支出列在“购建固定资产、无形资产和其它长期资产支付的现金”科目调整列入“购买商品、接受劳务支付的现金”科目，导致经营性活动现金流出大幅增长，公司经营性现金净流量为-17.85 亿元；受此影响，公司投资活动产生的现金流量净流出额则相应缩减，2017 年公司非筹资环节现金净流出 17.98 亿元，与上年规模相比缺口略有收窄。为此，公司通过增加借款、财政拨款等方式筹集资金。2017 年公司筹资活动产生的现金净流量为 16.86 亿元。

³ 即 15 万州平湖债于 2018 年到期本金数。

⁴ 该资管计划为国海卓越 5001 号定向资产管理计划，期限为 2017 年-2024 年，股份转让溢价款利率为人行同档期贷款基准利率的按比例上浮 10%，按协议约定由该公司回购。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，该公司土地整理、基建项目投入持续增加，资产规模保持增长趋势，同时仍以项目投入为主要资产构成。2017 年末，公司资产总额为 208.77 亿元，同比增长 13.91%，其中存货余额为 103.23 亿元，占资产总额的 49.45%。同年末，公司存货主要为项目投入成本和土地开发整理成本（其中含部分公司 2016 年通过招拍挂购置、2017 年从“非流动资产”科目转入存货的土地，以及通过出让取得的土地资产，合计金额 15.83 亿元，实际已无需整理），两者分别占存货的 72.02%和 27.67%，2017 年将代建的市政基础设施工程由在建工程调入存货，使得存货中项目投入成本增加较多。存货的变现受制于项目建设进程、当地政府财政和房地产市场情况。公司流动资产中还有货币资金 16.65 亿元（其中受限资金为 6.82 亿元），期末现金比率为 41.91%；公司预付款项为 29.71 亿元，较上年末增长 39.95%，增量部分主要系预付的征地拆迁款和土地开发费用；应收账款为 16.23 亿元，较上年末增长 32.50%，其中应收区财政的土地开发整理返还资金及项目回购款占应收账款总额的比重达 95.56%；公司其他应收款为 13.57 亿元，由于与政府下属企事业单位的往来款增加，较上年末增长 38.96%，回收时间不定。

2017 年末，该公司非流动资产为 29.39 亿元，主要由投资性房地产和其他非流动资产组成。其中，公司投资性房地产为 24.93 亿元，系以公允价值计量的房产及土地，该部分资产大多位于城区，地段较好，但有 6.18 亿元的投资性房地产已用于向金融机构抵押贷款，占投资性房地产的比重为 24.79%，短期内难以变现；其他非流动资产中预付土地出让金减少 3.93 亿元，系土地入账转到存货，公益性资产增加 4.02 亿元，公益性资产为以前年度划拨的政府办公大楼、机关团体用地等，其他非流动资产整体规模较上年末基本持平。

(4) 流动性/短期因素

2015-2017 年末，该公司流动比率分别为 329.89%、393.47%和 451.50%，受存货规模扩大的影响呈上升趋势。同期末，公司现金比率分别为 66.02%、64.88%和 41.91%，逐年下降，系货币资金规模下降和流动负债规模上升影响。但由于大量资产集中于项目建设投入、往来款和土地房产，公司资产实际流动性一般。此外，因用于借款保证和抵押，公司部分货币资金、房产、土地使用权受限。截至 2017 年末，公司受限资产共 30.52 亿元，占总资产比例 14.62%，按受限资产类型分，公司除用于信托借款保证金、银行存单的货币资金外，其余为用于抵押借款的房屋所有权和土地使用权，受限金额分别为 7.19 亿元和 16.52 亿元。

图表 10. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率（%）	329.89	393.47	451.50
现金比率（%）	66.02	64.88	41.91
应收账款周转速度[次]	0.96	1.24	0.95

资料来源：平湖公司

图表 11. 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
----	------	----------------	------

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	6.82	40.92	信托借款保证金、银行存单
存货	13.39	12.97	抵押借款
投资性房地产	6.18	24.79	抵押借款
其他非流动资产	4.02	100.00	抵押借款
固定资产	0.11	41.73	抵押借款
合计	30.52	14.62	-

资料来源：平湖公司

3. 公司盈利能力

该公司主业盈利空间不大，除了主业经营收益外，盈利还得到政府补助的较大支撑。跟踪期内，公司主要业务毛利来源为土地开发整理成本返还及市政基础设施回购，2017 年金额分别为 1.20 亿元和 0.70 亿元，占比分别为 48.15% 和 28.11%，当年公司毛利总额为 2.50 亿元。公司期间费用仍以财务费用为主。2017 年公司期间费用为 1.39 亿元，其中财务费用为 1.16 亿元，同比下降 28.67%，主要系当期进行资本化的利息费用有所增加。同年，公司实现净利润 3.89 亿元，同比增长 4.66%，其中政府补助收入为 3.32 亿元，系公共基础设施建设补贴以及税费补贴。随着公司基建业务持续开展，未来财政补助可保持一定持续性，将是公司盈利的重要支撑。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是万州区核心平台，基建项目和土地整理业务平稳发展，经营收入实现增长，在区域内具有一定业务优势。公司目前仍有较大规模的基建项目挂账，随着后续逐步结算，业务规模有望提升。

2. 外部支持因素

跟踪期内，该公司仍是万州区重要的投融资平台，可持续得到万州区政府在资产注入、业务开展等方面的支持。同时，公司还持续获得政府财政补贴，2015-2017 年公司获得的补贴收入分别为 2.86 亿元、3.16 亿元和 3.32 亿元，有效提升了公司的盈利规模。

该公司与多家银行保持了良好合作关系，可通过间接融资渠道获得资金支持。截至 2017 年末，公司已获授信额度为 94.53 亿元，已使用 59.23 亿元，尚有 35.30 亿元的额度未使用。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。在该公司不能全部兑付债券本息时，中合担保将承担担保责任，以确保本期债券的本息按时足额偿付。

中合担保是一家中外合资跨区域经营的融资担保机构，是根据国务院“加快推进利用外资设立中小企业担保公司”要求（国发[2010]9号），由国家发改委牵头设立的试点项目。目前，中合担保注册资本已增至 71.76 亿元，其中海航资本及其关联方海航科技合计持股比例为 43.34%，为中合担保第一大股东，但中合担保无实际控制人。中合担保股权结构和董事会的安排仍可保证中合担保决策权力的分散和制衡，中合担保治理结构未发生实质改变。

中合担保的经营经营范围包括：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

2017 年中合担保营业收入为 15.44 亿元，较上年增长 5.55%，增速有所放缓。实现担保业务净收入 8.53 亿元，较上年同期增长 7.02%，增速同比下降 48.86 个百分点；资金运用收益为公司收入来源的重要组成部分，2017 年公司资金运用实现投资收益 5.89 亿元，较上年同期增加 1.10 亿元。中合担保的经营成本主要为计提的担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失，2016 年以来，由于业务结构向风险相对较低的城投企业债券担保倾斜，加之在保余额增速有所放缓，公司计提的担保合同准备金数额呈下降趋势，2017 年，公司计提担保合同准备金 1.51 亿元，同比下降 13.60%；业务及管理费为 2.62 亿元，同比增长 1.65%；资产减值损失 2.44 亿元，同比增长 13.91%。整体来看，在投资收益增长的带动下，公司盈利规模持续增长。2017 年公司实现营业利润 8.07 亿元，实现净利润 6.12 亿元，同比分别增长 17.69%和 15.58%，当年营业利润率和净资产收益率分别为 54.29%和 7.24%。

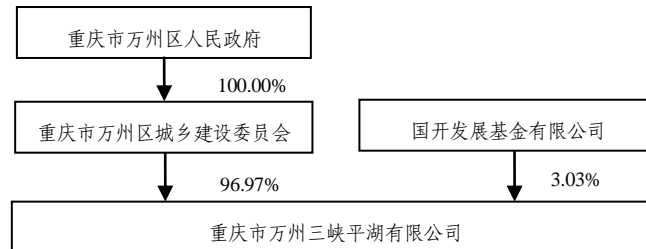
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍为万州区核心平台，负责城区基础设施建设和土地整理业务。公司持续推进基础设施项目的建设，对业务收入和盈利的贡献有所上升；市政基础设施和土地整理收入分别受工程结算、政府回购进度和土地市场、政府土地出让计划等因素影响存在年度间变动。同时，公司项目投资需求增大，刚性债务规模继续扩张，拓宽了融资租赁、资管计划等外部融资渠道。未来公司仍有较大规模的基建项目和土地整理业务资金需求，将面临较大的投融资压力。中合担保为公司本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，其资本实力较强，可为本期债券安全性提供保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）万州区经济发展及城市建设进展；（2）该公司未来基础设施项目建设进度及资金配套情况；（3）万州区土地出让政策及房地产市场、土地市场波动及其对公司土地业务、资产变现能力的影响；（4）公司后续债务融资规模及到期债务偿付情况；（5）公司应收款项回收情况；（6）本期债券担保方中合担保经营状况及其担保效力。

附录一：

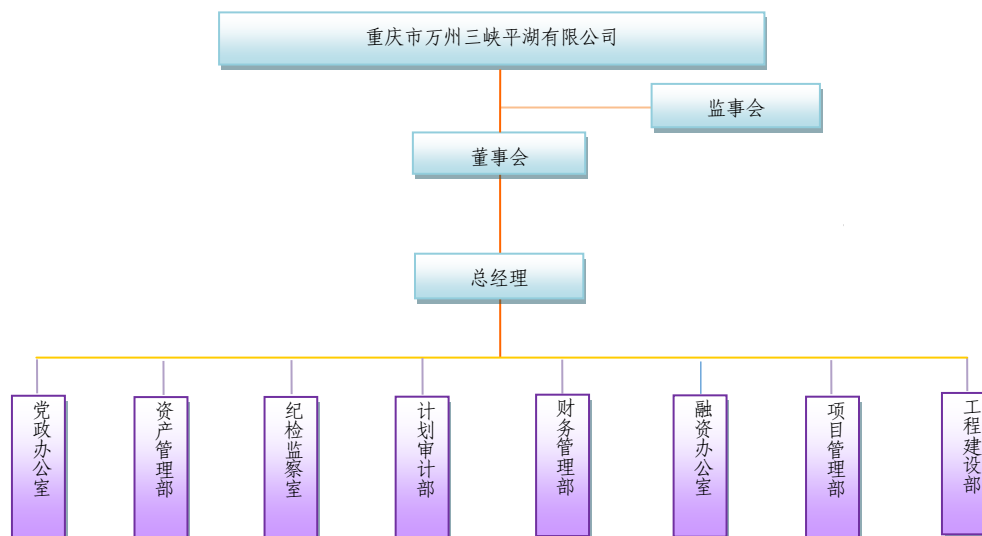
公司与实际控制人关系图



注：根据平湖公司提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据平湖公司提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	158.96	183.28	208.77
货币资金 [亿元]	19.08	19.07	16.65
刚性债务[亿元]	63.70	76.22	92.93
所有者权益 [亿元]	63.52	75.50	83.82
营业收入[亿元]	10.11	12.31	13.48
净利润 [亿元]	3.36	3.72	3.89
EBITDA[亿元]	5.35	5.39	5.25
经营性现金净流入量[亿元]	6.09	-2.66	-17.85
投资性现金净流入量[亿元]	-13.28	-17.33	-0.13
资产负债率[%]	60.04	58.81	59.85
长短期债务比[%]	150.26	142.76	149.06
权益资本与刚性债务比率[%]	99.71	99.05	90.20
流动比率[%]	329.89	393.47	451.50
速动比率 [%]	116.38	139.77	116.91
现金比率[%]	66.02	64.88	41.91
利息保障倍数[倍]	2.06	2.07	1.29
有形净值债务率[%]	150.26	142.76	149.06
担保比率[%]	1.26	-	-
毛利率[%]	32.74	24.31	18.51
营业利润率[%]	7.12	7.47	30.85
总资产报酬率[%]	3.69	3.14	2.67
净资产收益率[%]	5.65	5.35	4.89
净资产收益率*[%]	5.65	5.35	4.89
营业收入现金率[%]	110.36	57.13	43.22
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.79	-9.14	-51.65
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.15	-2.62	-15.34
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-25.73	-68.60	-52.02
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.44	-19.68	-15.45
EBITDA/利息支出[倍]	2.07	2.07	1.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.08	0.06

注：表中数据依据平湖公司经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：
担保方主要财务数据及指标表

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	57.98	82.69	86.33
风险准备金（亿元）	11.78	15.60	19.74
总资产（亿元）	77.06	121.05	121.04
担保业务净收入（亿元）	5.12	7.97	8.53
营业利润（亿元）	5.80	6.86	10.51
净利润（亿元）	4.45	5.29	6.11
营业利润率（%）	54.26	53.51	54.29
平均资本回报率（%）	7.92	7.52	7.24
风险准备金充足率（%）	2.41	1.79	1.81
担保责任放大倍数（倍）	8.42	10.52	12.61
资本充足率（%）	11.88	9.51	7.93
代偿保障率（%）	130.90	268.59	227.12
现金类资产比率（%）	31.27	44.38	37.09
担保业务：			
担保发生额（亿元）	303.05	586.67	362.99
担保责任余额(亿元)	488.18	869.47	1088.79
累计担保代偿率（%）	1.35	1.71	2.22
累计代偿回收率（%）	12.15	18.87	41.96
累计代偿损失率（%）	0.00	10.92	6.33

注：表中数据依据中合担保经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录五：
各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。